

## أسعار الصرف في اقتصاد نفطي نام تجربة الريال السعودي

ماجد عبدالله المنيف  
قسم الاقتصاد - جامعة الملك سعود

### مقدمة

من السمات الأساسية لنظام النقد العالمي الحالي أن أسعار الصرف بين عملات الدول الصناعية الرئيسية معومة وتعرض للتقلبات انعكاسا للظروف والسياسات الاقتصادية لتلك الدول أو ظروف أسواق النقد العالمية المتأثرة بدورها بكثير من العوامل الاقتصادية والسياسية. وفي ظل نظام النقد الحالي تواجه الدولة النامية خيارين: إما تعويم عملتها في مواجهة العملات الأخرى أو تثبيت قيمة عملتها إلى عملة رئيسية أو إلى سلة من العملات. ويرتبط بكلا الخيارين شروط ونتائج وسياسات معينة. وتختلف أنظمة وسياسات الصرف للدول النامية باختلاف الظروف لكل منها. فللدول النامية النفطية مثلا ظروف تختلف عن ظروف الدول النامية الأخرى. إذ تمتعت تلك الدول خلال السنوات الأولى لنظام الصرف المعموم بفائض في ميزانها التجاري نتيجة زيادة إيراداتها من النفط بمعدلات مرتفعة. كما أن ضعف الهياكل الإنتاجية لبعض تلك الدول قد حد من تطور قطاع بدائل الواردات، وأدت زيادة الإيرادات النفطية إلى زيادة الواردات من جهة وزيادة حركة رؤوس الأموال من وإلى تلك الدول من جهة أخرى. كما أن عدم الاستقرار في أسواق النفط وتذبذب العملات الرئيسية قد أثر على العوائد النفطية لتلك الدول والقوة الشرائية لتلك العوائد. وأثرت تلك الظروف مجتمعة على أنظمة وسياسات الصرف للدول النفطية واختلف التأثير من دولة إلى أخرى. ويهدف هذا البحث إلى تحليل خيارات الصرف المتاحة للدول النامية عموما وللدول النفطية بشكل خاص من خلال دراسة تجربة الريال السعودي. وفي هذا المجال سيتم تحليل المحددات الهيكلية التي تؤثر على نظام

الصرف المتبع ونتائج وضوابط الربط الى عملة أو سلة من العملات ومدى فاعلية سياسة سعر الصرف في اقتصاد نام يعتبر فيه النفط المكون الرئيسي للصادرات ولايرادات الدولة .

### أولا : نظم الصرف والدول النامية

انهار نظام بريتون وودز القائم على معدلات الصرف الثابتة Fixed Exchange Rates عام 1971 وجرى تبني ترتيبات صرف أكثر مرونة . وقد أقر صندوق النقد الدولي التعديل الثاني على اتفاقيته عام 1978 التي سمح بموجبها للدول أن تختار أنظمة الصرف التي تناسبها فتستطيع أن تجعله مرنا أو ترتبط بعملة معينة أو بسلة من العملات على أن لا يكون الارتباط بالذهب<sup>(1)</sup>. وعلى الرغم من أن عملات الدول الصناعية الرئيسية معومة وتحدد أسعار صرفها بعوامل العرض والطلب الا أن السلطات النقدية في معظم تلك الدول تعتمد الى التدخل للحد من التقلبات غير المرغوبة في أسعار الصرف مما يجعل النظام النقدي أقرب الى التعويم الموجة Managed Floating منه الى التعويم الحر Free Floating . ومع أن كثيرا من الدول النامية، في ظل النظام القديم، كانت تقوم بتعديل أسعار صرف عملاتها وتتبع بشكل أو بآخر أنظمة مرنة، الا أن النظام الجديد يضيف مشكلة أخرى وهي كيفية التكيف مع اسعار صرف مرنة للعملات الرئيسية آخذين بعين الاعتبار أن حوالي 80 بالمئة من التجارة الدولية تتم بعملات معومة . فعلى سبيل المثال كان ارتباط عملة الدولة النامية في ظل نظام الصرف الثابت بأي عملة من العملات الرئيسية يعني ضمنا ثباتها في مواجهة العملات الاخرى . ولكن في ظل أنظمة الصرف المرنة السائدة حاليا فان ارتباط عملة أي دولة باحدى العملات الرئيسية يعني ضمنا تعويمها في مواجهة العملات الاخرى .

وبانتقال نظام النقد الدولي الى وضعه الجديد أصبحت قضية نظام الصرف الملائم للدول النامية من القضايا التي تلقى اهتماما متزايدا<sup>(2)</sup> . وينصب الاهتمام على شروط ونتائج تبني نظام صرف مرن أو مرتبط بعملة أو بسلة من العملات، وتأثير الخصائص الرئيسية للدول النامية على نوعية نظام الصرف الملائم لها وسياسات الصرف الواجب اتباعها لتحقيق الاهداف الاقتصادية المرجوة . فأغلبية الدول النامية تتخصص بانتاج سلعة واحدة أو عدد قليل من السلع الزراعية أو التعدينية، ونتيجة لذلك التخصص فان تلك الدول أكثر اعتمادا على القطاع الخارجي من الدول المتقدمة مما يجعل اقتصادها أكثر انفتاحا . فقطاع التصدير والمساعدات الخارجية وتدفق رؤوس الاموال تشكل الدعامة الرئيسية للتكوين الرأسمالي . كما أن هناك درجة قليلة من التنافس بين السلع المنتجة محليا والسلع المستوردة مما يجعل مرونة الطلب على الواردات منخفضة بالإضافة الى انخفاض مرونة الطلب على الصادرات . فاذا أضفنا الى ذلك أن تلك الدول متقلبة للسعر في جانب الواردات والصادرات فان الميزان التجاري قد يكون أقل استجابة للتغيرات في أسعار

الصرف في الاجل القصير. ان انفتاح الاقتصاد يجعل تبني نظام الصرف المرن مكلفا للاقتصاد بما يضيفه من آثار تضخمية وسوء في توزيع الموارد، هذا بالإضافة الى أن اتباع نظام مرن للصرف وفي ظل اقتصاد أكثر انفتاحا سيؤدي في نهاية الامر الى أن تصبح العقود مقومة بالعملة الاجنبية مما يفقد العملة المحلية أهميتها (McKinnon, 1963: 719).

والخاصية الاخرى للدول النامية التي تؤثر على اختيار سعر الصرف تتمثل بضعف تطور الاسواق المالية لاغلب تلك الدول مقارنة بالدول المتقدمة. اذ يلاحظ أن الوساطة المالية لاتزال في طور النمو وحركة رؤوس الاموال وقروض البنوك تتأثر بعوامل مؤسسية خلاف أسعار الفائدة. يضاف الى ذلك أن أسواق الصرف الاجنبي في معظم تلك الدول تجري عبر البنك المركزي وتنعدم الاسواق الأجلة للعملة مما يقلل من امكانيات تجنب المخاطرة Hedging. كما أن مستوى المشاركة بسوق الصرف الاجنبي ضئيل ويتركز بأيادي قليلة، وتعتبر البنوك المصدر الرئيسي للوساطة المالية وحجم تلك البنوك والأدوات المالية التي تعرضها وهيكلها محدود مقارنة بالدول المتقدمة. فاذا كانت الاسواق المالية للدولة متطورة ومتكاملة مع الاسواق المالية العالمية فان سعر صرف عملتها في الاجل القصير يتحدد بالعرض والطلب من الارصدة ويعتمد استقرار سوق الصرف الاجنبي على الاستقرار العام في الاسواق المالية. ولكن في حالة ضعف درجة تطور الاسواق المالية وضعف تكاملها مع الاسواق العالمية فان سعر الصرف يتحدد بتدفقات الحساب الجاري أي بالعرض والطلب من الصرف الاجنبي الناتج عن سوق السلع والخدمات. أي أن استقرار سوق الصرف الاجنبي في الاجل القصير يعتمد على شروط مارشال وليرنر Marshal - Lerner للمرونة<sup>(3)</sup>. وقد سبق الإشارة الى انخفاض مرونة الطلب على واردات وصادرات الدول النامية مما يعنى عدم انطباق شروط المرونة في الأجل القصير (Branson & Katseli, 1981 : 395).

لذلك، فالى الدرجة التي يكون فيها اقتصاد الدولة النامية أحادي الجانب وأكثر انفتاحا والاسواق المالية فيه غير متطورة فان نظام الصرف المرن ينطوي على تكاليف باهظة. اذ أن من شأن تبني نظام الصرف المرن أن يؤثر على حركة التجارة والاستثمار نتيجة المخاطره وعدم توفر أسواق الصرف الاجلة للعملة المحلية. هذا بالإضافة الى أن أسعار الصرف التوازنية المتحققة في الاجل القصير والمتأثرة بعوامل العرض والطلب والمضاربات يمكن أن لاتنسجم مع أهداف نمو وتنمية الاقتصاد للأجل الطويل. وقد اختلفت ترتيبات الصرف التي اتخذتها الدول النامية باختلاف الظروف لكل منها وتطورت ترتيبات الصرف بتطور اقتصاديات تلك الدول وتطور النظام النقدي العالمي. ويبين الجدول (1) تطور أعداد الدول وترتيبات الصرف التي تتخذها. ويلاحظ تناقص أعداد الدول التي تربط

عملاتها الى عملة واحدة (وخصوصا العملات المرتبطة بالدولار الامريكي) واتجاهها للارتباط إما الى سلة من العملات أو اتخاذ ترتيبات صرف أكثر مرونة.

### جدول رقم (1)

تطور أعداد الدول النامية وترتيبات الصرف التي تتخذها

1986	1983	1980	1977	ترتيبات الصرف
51	54	58	67	- الارتباط بعملة واحدة
32	36	40	44	الدولار الامريكي
14	13	14	14	الفرنك الفرنسي
5	5	4	9	عملات اخرى <sup>(1)</sup>
33	35	32	26	- الارتباط بسلة عملات
10	14	15	12	حقوق السحب الخاصة
23	21	17	14	سلة عملات اخرى
37	31	28	17	- ترتيبات مرنة
5	5	3	7	مرونة معدلة تبعا لمجموعة من المحددات
5	9			مرونة محددة مقارنة بالدولار <sup>(2)</sup>
17	15	25	10	مرونة موجهة
10	2			مرونة مستقلة

(1) وتشمل الجنيه الاسترليني والدولار الاسترالي والرائد عملة جنوب افريقيا.

(2) ويتحدد سعر الصرف على اساس علاقة ثابتة مع حقوق السحب الخاصة مع وجود هامش ناقصا او زائدا ٧,٢٥ بالمئة، ولكن تحافظ تلك الدول على علاقة مستقرة مع الدولار الامريكي.

المصدر: International Monetary Fund, Annual Report, 1983: 54

International Monetary Fund, Exchange Arrangements and Exchange Restrictions Yearbook, 1986: 8

أن نظام سعر الصرف مهم للدول النامية بسبب دوره في التأثير على أسعار الواردات محليا مقارنة بأسعار البدائل وتأثيرها على أسعار السلع الدولية مقارنة بالسلع غير الدولية بالاضافة الى تأثيره على صادرات الدولة بالعملة الاجنبية مقارنة بأسعار منافسيها. لذلك،

ففي مجال اختيار نوعية الربط تبرز عدة قضايا متعلقة بمزايا وعيوب الربط الى عملة واحدة أو الربط الى سلة من العملات وبالتكوين الامثل لتلك السلة ومقاييس المفاضلة بين نوع وآخر من أنواع الربط والاهداف التي تتوخاها السلطات المعنية عند تغيير قيمة الربط وغير ذلك من قضايا (Krueger, 1983: 186). فاذا كانت معاملات الدولة الخارجية تتركز بشكل رئيسي مع دولة واحدة فان ربط عملة الدولة النامية الى عملة الشريك التجاري الرئيسي لها يمكن أن يخفض من التقلبات التي يمكن أن تحدث للسلع الدولية. وقد أظهرت الدراسات أن الدول ذات التجارة المركزة تتجه للربط الى عملة واحدة أو التعويم المشترك Joint Float فيما بينها (Branson & Katseli, 1981: 397). فالربط الى عملة واحدة بالاضافة الى تطويره للتجارة بين الدولة النامية ودولة الربط وذلك بتقليص المخاطر الناتجة عن تغير قيم العملات يساعد على حركة رأس المال بين الدولتين. والى المدى الذي يكون فيه سعر صرف عملة الربط في مواجهة العملات الاخرى أكثر استقراراً فان التجارة والاستثمار مع الدول الاخرى يمكن أن تحفز. كما يعطي الربط الى عملة واحدة معياراً واضحاً للسلطات للتدخل في سوق الصرف الاجنبي متى دعت الحاجة.

وبالنظر الى الدول ذات الارتباط بعملة واحدة لعام 1986 يلاحظ أن الدول الافريقية التي تتعامل بشكل رئيسي مع فرنسا (لاسباب تاريخية لها علاقة بالاستعمار الفرنسي لتلك الدول) قد ربطت عملتها الى الفرنك الفرنسي. أما الدول التي ربطت عملتها الى الدولار فبالاضافة الى كبر حجم تجارتها مع الولايات المتحدة فان كثيراً من صادراتها من السلع يقوم ويدفع بالدولار، هذا مع ملاحظة أن كثيراً من الدول اتجهت الى التخلي عن الدولار بسبب تدهور قيمته في أسواق الصرف.

ولكن للربط الى عملة واحدة عدة عيوب لعل أهمها حقيقة أن الربط الى عملة واحدة يعني التعويم تجاه العملات الاخرى، مما يؤثر على التوزيع الجغرافي للصادرات والواردات ويضعف القدرة التنافسية للدولة. فاذا كانت صادرات الدولة تقوم بالدولار وهو عملة الربط، بينما واردات الدولة متنوعة جغرافياً فان انخفاض قيمة الدولار (في مواجهة العملات الاخرى) سيزيد السعر المحلي للواردات. فاذا لم تتغير قيمة الربط فان معدلات التبادل للدولة ستتدهور. يضاف الى ذلك ان التغيرات في عملة الدولة في مواجهة العملات الاخرى قد لا يكون سببه تغيرات في ميزان مدفوعات الدولة ولكن تلك التغيرات في أسعار الصرف يمكن أن يكون سببها تغيرات في مدفوعات دولة الربط. ان المصدر الخارجي والمستقل لتغيرات أسعار الصرف يمكن أن يتداخل مع الاهداف والسياسات المحلية للدولة، فيؤثر على برامج وخطط التنمية فيها. كما أن الربط الى عملة

واحدة يمكن أن يؤدي الى تثبيط التجارة البينية بين الدول النامية وخصوصا اذا كانت كل منها ترتبط بمعيار مختلف.

ومادام الربط الى عملة يعني التغير في مواجهة العملات الاخرى فان مؤشر سعر الصرف الفعلي للعملة Effective Exchange Rate يستخدم لقياس التقلب في قيمة العملة في مواجهة العملات الاخرى. وهو يقيس سعر صرف عملة الدولة في مواجهة عملات شركائها التجاريين باعطاء أوزان معينة لتلك العملات. واختيار تلك الاوزان يعتمد على ظروف كل دولة والسياسة المستهدفة. فاذا كانت صادرات الدولة متنوعة وتصل الى دول مختلفة فان اوزان الصادرات تستخدم لغرض قياس درجة منافسة سلع الدولة في أسواق الدول المستوردة منها. أما اذا كانت الصادرات تتركز بسلعة واحدة أو عدد قليل من السلع وتقوم بأحدى العملات الرئيسية فان أوزان الواردات تستخدم لقياس أثر تغيرات أسعار الصرف على القوة الشرائية للصادرات، وتستخدم أيضا لقياس أثر التضخم ذا المصدر الخارجي على معدلات التضخم المحلية. ان سعر الصرف الفعلي يهدف الى قياس التغير الافتراضي لقيمة العملة (مع اعطاء أوزان للعملات الاخرى) وهذا التغير يكون مساويا في تأثيره على ميزان المدفوعات لاتجاه التغيرات التي حدثت في أسعار الصرف فعلا. واذا أخذنا بعين الاعتبار اختلاف الاسعار النسبية بين الدولة وشركائها التجاريين (بافتراض الاوزان المناسبة) فان سعر الصرف الفعلي الحقيقي Real Effective Exchange Rate يستخدم لدراسة أثر التغيرات الحقيقية في أسعار صرف عملات الشركاء التجاريين في مواجهة عملة الدولة.

وقد درست آثار تقلبات أسعار الصرف في الأجل القصير على سعر الصرف الفعلي (موزون بحصص الواردات) لتقويم تجارب الربط المختلفة<sup>(4)</sup>. واستنتجت كثير من الدراسات بأن درجة التغير Variability في سعر الصرف الفعلي للدول النامية المرتبطة بالدولار قد ازدادت بشكل كبير بعد تطبيق نظام الصرف المرن بين الدول الصناعية، أما درجة تغير سعر الصرف الفعلي للدول النامية المرتبطة بالفرنك الفرنسي فقد ازداد ولكن بشكل أقل ويعود السبب الى أن معظم تجارة الدول المرتبطة بالفرنك تتم مع فرنسا أو الدول المرتبطة بالفرنك، مما يجعل درجة التغير الافتراضية (سعر الصرف الفعلي فيما اذا أبقى الدولة على ربطها خلال الفترة محل الدراسة) قريبة من درجة التغير التي حدثت فعلا<sup>(5)</sup>. هذا وقد تكون درجة التغير في سعر الصرف الفعلي الحقيقي أكبر أو أقل من درجة التغير في سعر الصرف الفعلي اعتمادا على معدلات التضخم النسبية بين الدولة وشركائها التجاريين. لذلك، ولتجنب الآثار الضارة الناتجة عن تغيرات أسعار العملات فان اختيار الربط يكون واضحا: تربط الدولة عملتها الى سلة تتخذ أوزانها لها مشابهة للاوزان

المحتسبة في مؤشر سعر الصرف الفعلي. ومن مزايا الربط الى سلة من العملات أن سعر صرف عملة الدولة لن يتغير بتغير عملة واحدة ولكن سيتغير في المتوسط مع التغيرات المرجحة لعدة عملات. لذلك، واعتمادا على الاوزان المعطاة للعملات المختلفة (والذي يعتمد على تنوع الصادرات أو الشركاء التجاريين للدولة) فإن الربط الى سلة يقلل من آثار التغيرات الخارجية في أسعار الصرف على ميزان المدفوعات ويعزل عرض النقد المحلي عن تأثيرات ميزان المدفوعات.

وقد ظهرت عدة دراسات للبحث في التكوين الامثل لسلة الربط. فاقترح Black (1976: 16) أوزانا للعملات الداخلة في السلة تقلل من التباين Variance في السعر المحلي للسلع الدولية Traded ومعددها مع السلع غير الدولية Nontraded والناجم عن تغيرات أسعار الصرف. أما (Branson & Katseli, 1981: 391) فقد اقترحا الاوزان التي تقلل أثر تقلبات أسعار الصرف على معدلات التبادل الخارجية ومعدلات التبادل المحلية (أسعار السلع الدولية الى السلع غير الدولية) أو الحساب الجاري. واقترح Lipschitz & Sundararajan (1980: 87) السلة المثلى التي تحتوى الاوزان التي تقلل التباين في أسعار الصرف الحقيقية حول قيمها التوازنية. ولكن من عيوب الربط الى سلة احتمال تزايد عنصر المخاطرة التي يواجهها المتعاملون. ففي ظل الربط الى عملة واحدة يمكن التقليل من المخاطرة عن طريق الاسواق الآجلة لعملة الربط، ولكن في حالة الربط الى سلة من العملات (حيث سعر الصرف الفعلي ثابت) فإن أسعار الصرف الثنائية تتقلب دوما مما يعرض المتعاملين للخسارة. ومن عيوبها أيضا تقليل حجم التجارة البينية بين الدول النامية لأن كلا منها ستختار سلة خاصة بها تعتمد على نمط معاملاتها، كما أن حركة رأس المال يمكن أن تقلص لان المستثمرين سيكونون أقل قدره على التنبؤ بقيمة عملة الدولة.

وللاحتفاظ بمزايا الربط الى سلة من العملات وتجنب عيوبها قامت كثير من الدول النامية بالربط الى سلة حقوق السحب الخاصة SDRs إذ أن مزايا الربط الى عملة واحدة يمكن الحصول عليها لأن قيمة وحدة SDRs تنشر يوميا من قبل صندوق النقد الدولي ويجري حاليا توسيع استخدامها في التعاملات الرسمية والخاصة<sup>(6)</sup>. ولكن تبرز المشكلة اذا كانت الاوزان المقترحة في مؤشر سعر الصرف الفعلي للدولة يختلف عن أوزان حقوق السحب الخاصة. ولكن اذا كان الاختلاف بين السلتين ضئيلا فإن المزايا الناتجة عن اختيار SDRs للربط يمكن أن تكون أكثر. وقد أظهرت إحدى الدراسات على مجموعة من الدول النامية بأنها إذا ماربطت الى سلة حقوق السحب الخاصة فإن الانحراف عن السلة المرجحة للواردات قليل جدا (Crockett & Nsouli, 1980: 654) وأثبتت دراسة أخرى أنه من بين 39 دولة مرتبطة بالدولار فإن الربط الى حقوق السحب الخاصة بالنسبة لـ 31 دولة منها سيعمل

على تقليل التقلبات في سعر الصرف الفعلي بدرجة أكبر مما يحدث في ظل الربط الى الدولار  
(Brodsky & Sampson, 1984: 151).

### ثانيا : نظام أسعار الصرف في المملكة العربية السعودية

تشترك المملكة العربية السعودية مع الخصائص الرئيسية لاقتصاديات الدول النامية في هيمنة القطاع الخارجي على الاقتصاد المحلي، وضعف تكامل القطاع النفطي مع القطاعات غير النفطية، وانخفاض نسب مساهمة الأخيرة في الناتج القومي بالإضافة الى ضعف تطور الاسواق المالية مما يؤثر بالتالي على نظام الصرف المتبع. فاذا نظرنا الى دور القطاع الخارجي في الاقتصاد السعودي نلاحظ أن نسبة الواردات الى الناتج المحلي الاجمالي عام 1986 كانت حوالي 45 بالمئة، ونسبة الصادات 36 بالمئة (تقارن بالنسب 10 بالمئة، 7 بالمئة للولايات المتحدة، 9 بالمئة، 13 بالمئة لليابان، للعام ذاته). أما نسبة السلع الدولية الى الناتج المحلي الاجمالي فكانت 54 بالمئة. وفيما يتعلق بحركة عوامل الانتاج للعام 1986 يلاحظ بأن نسب عوائد الاستثمارات الخارجية الى الناتج كانت حوالي 16 بالمئة ونسبة تحويلات الشركات والافراد العاملين بالمملكة الى الناتج كانت حوالي 18 بالمئة. أما بالنسبة للتوزيع القطاعي للناتج المحلي الاجمالي فيلاحظ أن نسبة مساهمة الزراعة في الناتج حوالي 5,4 بالمئة، ونسبة مساهمة الصناعة 6,7 بالمئة، أما النفط فتبلغ نسبة مساهمته 29 بالمئة والانشاءات 12,3 بالمئة، وقطاع الخدمات 44 بالمئة للعام 1406/1407هـ<sup>(7)</sup>. أي أن الاقتصاد السعودي منفتح نسبيا على الخارج ودرجة تنوعه ضعيفة.

أما الاسواق المالية بجانبها النقدي وأسواق الاسهم والسندات فهي ضعيفة التطور. فالاسواق النقدية ضعيفة نسبيا إذ أن الانفاق الحكومي بوجوهه المختلفة والى حد ما تغيير متطلبات الاحتياطي يشكلان المحددان الرئيسيان للكتلة النقدية في المملكة، وقد أدى غياب عمليات الخصم وشهادات الايداع أو سندات المديونية الى الحد من تطور تلك الأسواق. ويعود غياب تلك الادوات الى أن الدولة في فترة زيادة ايراداتها من النفط لم تلجأ الى الاستدانة من السوق المحلي لتمويل نفقاتها. وقد تغير الوضع عام 1984 بقيام مؤسسة النقد العربي السعودية بطرح حسابات الودائع المصرفية المضمونة وهي اصدارات غير قابلة للتفاوض تتوفر للبنوك المحلية فقط وتباع بسعر الخصم وتطرح اسبوعيا وتكون بأجل استحقاق مختلفة (شهر، ثلاثة شهور، أو ستة شهور) وتستطيع البنوك بيعها الى المؤسسة عندما تواجه مشكلة سيولة. وجاءت ميزانية الدولة المالية للعام 1409/1408هـ لتعلن عن النية لاصدار سندات حكومية بما لا يتجاوز 30 بليون ريال (أي مانسبته 21 بالمئة من النفقات) وتهدف تلك الادوات الى تنظيم السيولة النقدية والتحكم في سعر الفائدة وتوفير أدوات مالية واستثمارية مما يعمق من السوق المالي<sup>(8)</sup>.



أما أسواق الاسهم فعلى الرغم من ضخامة وامكانات سوق الاسهم بالمملكة (يصل اجمالي رأسمال الشركات المدرجة فيه والبالغ عددها 46 شركة حوالي 55 بليون ريال وتزيد القيمة السوقية لتلك الاسهم عن ذلك بكثير. وتضم الشركات عشر مؤسسات مالية وخمس عشرة شركة صناعية وست عشرة شركة خدمات وخمس شركات زراعية) الا أنه يعاني من عدم وجود سوق رسمي للتعامل، اذ كان التعامل في السوق الى وقت قريب يتم عن طريق السماسرة، هذا بالإضافة الى أن ضعف الاطر القانونية وعدم توفر المعلومات الكافية عن الشركات أو أسعار الاسهم المتداولة قد عمل على الحد من نمو السوق. كما أن تركيز ملكية الاسهم يحد من تداولها، اذ يبلغ متوسط حجم التداول من الاسهم سنوياً 3 بلايين ريال وهو مبلغ ضئيل جداً مقارنة بحجم السوق الفعلي. أما بالنسبة للسندات المقومة بالريال فتوجد قيود قانونية تحد من تطورها، هذا بالإضافة الى أن ضعف الاسواق النقدية وأسواق الاسهم يشكل عائقاً أمام تطور سوق للسندات.

ان ضعف تطور السوق المالي للمملكة يعود الى طبيعة الظروف الاقتصادية التي مرت بها. فتوفر العوائد النفطية لدى الدولة عمل على الحد من تطوير القنوات اللازمة لحشد المدخرات المحلية. كما أن قيام صناديق الاقراض الحكومية المختلفة بتزويد السوق المحلي بالائتمان حد من الدور الذي يمكن أن تلعبه أسعار الفائدة لحشد المدخرات. يضاف الى ذلك أن الطبيعة العائلية لملكية كثير من الشركات الكبرى وعدم طرحها للاكتتاب العام وتركز الاستثمار في العقارات أو الحسابات المصرفية وعدم توفر المعلومات عن فرص الاستثمار بالإضافة الى ضعف الاطر القانونية قد حد من تطور أسواق رأس المال. لذلك فإن الاعتماد على السوق في تحديد أسعار الصرف أو أسعار الفائدة وفي ظل أسواق مالية ضعيفة يمكن أن يكون مكلفاً للاقتصاد الوطني، كما أن التقلبات في أسعار النفط تضيف الى عنصر المخاطرة وتؤدي الى تقلبات في أسعار الصرف، يضاف الى ذلك أن محدودية فرص الاستثمار (نتيجة ضعف السوق المالي عموماً) يؤدي الى خروج الاموال وزيادة التقلبات في أسعار الصرف. ونظراً لسيطرة الحكومة على صادرات النفط واستلامها لعائداته من الصرف الاجنبي فإن لها دوراً كبيراً في تخصيص إيرادات النفط بين الانفاق على الاستهلاك أو الاستثمار. ولكي تعمل على تنوع الهيكل الانتاجي بعيداً عن النفط تعمل على توزيع الاستثمارات باتجاه القطاعات الانتاجية الأخرى وذلك بعرض حوافز للمنتجين والمستهلكين، ومن الحوافز المهمة التأثير على ميكانيكية الاسعار من خلال تبني نظام وسياسات صرف ملائمة.

ان أهمية سعر الصرف في مجال تنوع الهيكل الانتاجي تنبع من العلاقة بين سعر الصرف والاسعار المحلية للسلع الدولية (سواء سلع التصدير غير النفطية أو الواردات أو

بدائل الواردات) فالاسعار المحلية للسلع الدولية بالنسبة لاقتصاد صغير متلقي للأسعار هي الاسعار العالمية معدلة بأسعار صرف العملة المحلية، لذا فان تغيير سعر صرف العملة المحلية مثلاً يعني تغير أسعار السلع الدولية Traded مقارنة بالسلع غير الدولية Nontraded مما يؤثر على انتقال الموارد بين القطاعات المنتجة للنوعين من السلع ويؤثر بالتالي على نمط واتجاه التنوع. هذا بالإضافة الى أن تغير سعر الصرف يؤثر على تكاليف الانتاج ويؤثر بالتالي على درجة تنافس قطاع السلع الدولية غير النفطية: (Mackensie & Schadler, 1980: 22). لذلك فان سعر الصرف المستقر نسبياً يعطي حافزاً للقطاع الخاص لانتاج سلع التصدير أو السلع المنافسة للواردات مما يساعد على تنوع الهيكل الانتاجي للاقتصاد. لذلك فاذا كان الواقع الاقتصادي للمملكة يستبعد اختيار نظام مرن للصرف تبقي التساؤلات الخاصة بنوعية الربط المرغوب، هل هو الى عملة من العملات أو الى سلة من العملات؟ وماهي سياسات الصرف المطلوبة ( في ظل الربط المختارة) في الأجلين القصير والطويل لتحقيق الاهداف الاقتصادية؟.

1) الربط الى الدولار: اذا نظرنا الى واقع المعاملات الخارجية للمملكة تتضح أهمية الدولار الأمريكي في تلك المعاملات اذ يشكل الدولار الوحدة الحسابية التي يتم فيها تسعير النفط وهو وسيلة دفع قيمة الصادرات النفطية. ونظراً لان إيرادات الدولة المالية تأتي من خلال تحويل الإيرادات النفطية المتحققة بالدولار الى العملة المحلية فان محافظة العملة المحلية على علاقة مستقرة مع الدولار يسهل للسلطات المالية اجراء التقديرات اللازمة لايرادات الميزانية السنوية. يضاف الى ذلك أن حوالي 20 بالمئة من واردات المملكة تأتي من الولايات المتحدة، بالإضافة الى ارتفاع نسبة الواردات من الدول المرتبطة بالدولار (كوريا وتايوان حوالي 10 بالمئة) مما يعني أن محافظة الريال على علاقة مستقرة مع الدولار يعني أن أسعار الواردات (المقومة بالدولار) لن تتأثر بتغيرات اسعار صرف الدولار. ويضاف الى الأهمية السابقة للدولار دوره في حفيظة الاستثمار السعودية بالخارج اذ أن نسبة كبيرة من الارصدة المالية السعودية تستثمر في الولايات المتحدة أو توضع في وسائل مالية مقومة بالدولار. كما أن التحويلات التي تقوم بها العمالة الاجنبية في المملكة وتحويلات الشركات العاملة بالمملكة يتم معظمها بالدولار.

لذلك فأن التغير في قيمة الدولار يؤثر على القوة الشرائية لبرميل النفط المصدر ويحافظ على القيمة الحقيقية للارصدة الخارجية المقومة بالدولار. ولكن ربط الريال الى الدولار يؤثر على تكلفة الواردات من الشركاء التجاريين الآخرين فاذا انخفضت قيمته ولم يتغير شكل الربط زادت تكلفة واحدة الواردات. والى المدى الذي تكون فيه أسعار الواردات مكوناً رئيسياً لمعادلة الأسعار المحلية فان المستوى العام للأسعار يتأثر. كما ان

الربط الى الدولار يقلل من المخاطرة ويشجع على المضاربة مما يؤدي الى تدفق رؤوس الاموال خارج المملكة نظرا لعدم وجود قيود على حركة رؤوس الاموال واستقرار العلاقة بين الدولار والريال. اذ يلاحظ أن استقرار العلاقة بين الريال والدولار وضعف السوق المالية في المملكة وحرية حركة رؤوس الاموال قد أدت الى نمو سوق الريال السعودي في وحدات المصارف الخارجية في البحرين. اذ بلغت اجمالي ودائع العملات الخليجية (ومعظمها بالريال السعودي) في تلك الوحدات الى نهاية ديسمبر 1986 حوالي 12 بليون دولار وبلغت الموجودات حوالي 8 بلايين دولار.

وقد ارتبط الريال السعودي منذ صدوره بالدولار وكان سعر الصرف بين الدولار والريال 4,5 ريال للدولار وبعد انهيار نظام سعر الصرف الثابت المعدل عام 1971 وانخفاض قيمة الدولار في اسواق الصرف العالمية قامت المملكة برفع قيمة الريال بنسبة 8,57 بالمئة وجرى تعديلات أخرى عام 1973 لتصبح قيمة الدولار الواحدة ما يعادل 3,55. وفي العام 1975 جرى فك ارتباط الريال بالدولار وارتبط بحقوق السحب الخاصة وأصبحت وحدة السحب الخاص تساوي 4,2855 ريالات (الريال يساوي 0,2333 وحدة سحب خاصة مع ترك هامش 7,25 بالمئة زائداً أو ناقصاً قيمة التعادل مما يعني ان ادنى قيمة لحقوق السحب الخاصة (أعلى قيمة للريال) يمكن أن تصل الى 4,5962 ريالات. وقد استمرت قيمة الريال في التذبذب ضمن تلك الحدود الى مايو 1981 عندما تجاوزت قيمة السحب الخاصة الحد الأدنى ووصلت الى 3,9697 ريالات وذلك بسبب تحسن قيمة الدولار في اسواق الصرف. وقد حدا ذلك بالمملكة الى التخلي عن سعر الصرف الرسمي لحقوق السحب الخاصة والربط عمليا بالدولار مما عمل على زيادة قيمة الريال الى أن وصلت في فبراير 1985 الى أعلى حد لها في مواجهة حقوق السحب الخاصة (3,43839 ريالات لوحدة السحب الخاصة) ولكن انخفضت بعد ذلك نتيجة تراجع قيمة الدولار في أسواق الصرف (بنك الخليج الدولي، 1986: 4).

(2) الربط الى حقوق السحب الخاصة: ان الربط الى حقوق السحب الخاصة يؤدي الى الحد من تأثير التقلبات في أسعار الصرف الثنائية مما يخفض من الأثر على أسعار السلع المستوردة بالعملة المحلية وبالتالي على معدلات التضخم ويؤدي أيضا الى الحد من تدفقات رؤوس الاموال لاغراض المضاربة نظرا لوجود عنصر المخاطرة نتيجة ارتباط العملة بسلة من العملات. ومادام الريال مرتبطاً رسمياً منذ عام 1975 بحقوق السحب الخاصة مع القابلية للتغير بحدود 7,25 بالمئة ارتفاعاً أو هبوطاً فلا يتطلب الامر تعديل قيمة الريال في مواجهة الدولار ما بقي سعر الاخير مقابل حقوق السحب الخاصة ضمن حدود معينة، ولكن اذا انخفض سعر الدولار مقابل حقوق السحب الخاصة بنسبة كبيرة فانه للمحافظة

على تعادل قيمة الريال مع حقوق السحب الخاصة يجب رفع قيمة الريال في مواجهة الدولار. ولكن اذا بقى سعر النفط ثابتاً أو انخفض وهبطت قيمة الدولار في الاسواق العالمية فان رفع قيمة الريال (للمحافظة على تعادل مع حقوق السحب الخاصة) يؤدي الى انخفاض العائدات النفطية مقومة بالريال، مما يؤثر على ميزانية الدولة.

وبملاحظة ان ثلاث دول أخرى من دول مجلس التعاون الخليجي (البحرين وقطر والامارات العربية المتحدة) تربط عملاتها بحقوق السحب الخاصة وبرتقيات صرف رسمية مشابهة للملكة (هامش + أو - 7,25 بالمئة) فان امكانات استقرار اسعار الصرف بين تلك الدول تزداد مما يشجع حركة رؤوس الاموال والسلع بين الدول ويسهل عملية التكامل النقدي بينها<sup>(9)</sup>. ولكن من عيوب الربط الى حقوق السحب الخاصة اختلاف أوزان العملات الداخلة فيها عن أوزان عملات معاملات الدولة. اذ على الرغم من أن حصة الدولار في حقوق السحب الخاصة 42 بالمئة الا ان أهميته في معاملات المملكة تفوق تلك النسبة. هذا بالإضافة الى أن الاوزان المعطاة للين الياباني والفرنك والجنية الاسترليني في حقوق السحب الخاصة هي 13 بالمئة لكل منها بينما حصص اليابان وفرنسا وبريطانيا من واردات المملكة للعام 1986 هي 16، 6، 7 بالمئة على التوالي. كما أن اللير الايطالي لا يدخل في سلة حقوق السحب الخاصة على الرغم من ارتفاع حصة ايطاليا من الواردات السعودية : 7 بالمئة<sup>(10)</sup>.

### ثالثاً : تحليل أثر التغيرات في أسعار صرف الريال

سبقت الإشارة الى أن درجة التقلب في أسعار الصرف تعتمد على نظام الصرف الذي يتم تبنيه. فالربط الى عملة واحدة يعني قبول درجة من عدم الاستقرار في أسعار صرف العملة في مواجهة العملات الأخرى (خلاف عملة الربط) أما الربط الى سلة من العملات فيقلل من حالة عدم الاستقرار في أسعار الصرف اعتماداً على نوعية السلة المختارة للربط. ويستخدم سعر الصرف الفعلي كمؤشر لقياس التقلبات في أسعار صرف العملة في مواجهة العملات الأخرى مع اعطاء أوزان معينة لكل من تلك العملات. ويعتمد اختيار الاوزان على الاهداف التي تسعى اليها السلطات من استقرار اسعار الصرف. فاذا كان الهدف هو قياس أثر التغيرات في أسعار الصرف على الاسعار المحلية فان حصص الدول المختلفة من واردات الدولة محل البحث تستخدم كأوزان ترجيحية. أما اذا كان الهدف هو قياس أثر تقلبات أسعار الصرف على الدخل فان مؤشر أوزان الصادرات ربما يكون أكثر ملاءمة. أما اذا كان الهدف دراسة أثر التقلبات على الميزان التجاري فان الاوزان المرغوبة هي تلك التي تأخذ بعين الاعتبار المرونات المختلفة (الصادرات والواردات وبدائلهما) فاذا كان توزيع صادرات وواردات الدولة متشابهاً فان

مؤشري أوزان الصادرات واوزان الواردات يؤديان الى النتيجة ذاتها. أما اذا كانت صادرات الدولة تقوّم وتدفع بعملة واحدة (كما هو الحال بالنسبة للنفط) ووارداتها تأتي من مصادر عدة فان المؤشر المناسب ربما يكون وزن العملات في اجمالي التجارة - Trade Weighted Index .

وقد جرى قياس درجة التقلب في أسعار صرف الريال في مواجهة ست عملات رئيسية (الدولار الامريكي، المارك الالماني، الين الياباني، الجنيه الاسترليني، الفرنك الفرنسي والير الايطالي) وحقوق السحب الخاصة وذلك بأخذ الانحراف المعياري للتغيرات المثوية الفصلية لاسعار الصرف الثنائية<sup>(1)</sup>. ثم استخدمت أوزان حصص الواردات لتقدير التقلب في سعر الصرف الفعلي للريال. وقد أخذت أسعار الصرف من الربع الاول 1975 الى نهاية الربع الثاني 1987، وتم احتساب درجة التقلب طوال الفترة، ثم احتسبت درجة التقلب في الفترة 1975/1 - 1981/1. وهي الفترة التي شهدت ارتباطا بحقوق السحب الخاصة ضمن الهوامش المحددة. ثم أخذت الفترة 1981/2 - 1987/2 وهي الفترة التي شهدت عدة تعديلات في سعر صرف الريال/ الدولار وتعدي فيها سعر صرف الريال/ حقوق السحب الخاصة الهوامش المحددة. ويبين الجدول (2) التقلبات التي حدثت فعلا فيه أسعار صرف الريال في مواجهة العملات الست وحقوق السحب الخاصة.

### جدول رقم (2)

درجة التقلب\* التي حدثت فعلا في أسعار صرف عدة عملات في مواجهة الريال

سعر صرف الريال	1987/2-1975/1	1981/1-1975/1	1987/2-1981/2
الدولارالاميركي	0,76	0,79	0,52
المارك الالماني	4,95	3,31	6,11
الين الياباني	5,45	4,67	6,18
الجنيه الاسترليني	5,31	4,44	6,04
الفرنك الفرنسي	4,85	2,75	6,21
الير الايطالي	4,86	3,74	5,70
حقوق السحب الخاصة	2,75	2,40	3,06
سعر الصرف الفعلي	2,95	1,59	3,79

\* الانحراف المعياري عن متوسط التغيرات المثوية لاسعار الصرف ربع السنوية الواردة في الاحصاءات المالية لصندوق النقد الدولي.

المصدر: حسابات المؤلف من عدة اعداد من: International Monetary Fund, International Financial Statistics, Monthly Issues, August 1975 - October 1987

ويلاحظ من الجدول أن أعلى درجة استقرار لسعر صرف الريال / الدولار كانت في الفترة الاخيرة وهي التي شهدت ارتباطا فعليا بالدولار، بل ان درجة التغير في سعر الريال / الدولار كانت أقل من جميع العملات بما فيها حقوق السحب الخاصة التي يرتبط الريال بها رسميا. ان هذا يعني أن السلطات النقدية السعودية كانت حريصة على اقامة علاقة ثابتة بين الريال والدولار نظرا لأهمية الأخير في المبادلات الخارجية للمملكة من جهة وتأثير سعر صرفه على إيرادات الميزانية العامة للمملكة من جهة أخرى. ويبين الجدول أيضا أن تقلب سعر صرف الريال في مواجهة العملات الأخرى كان أكبر ما يكون في الفترة الأخيرة الممتدة الى الوقت الحالي نظرا للارتباط الفعلي بالدولار وتذبذب الأخير في مواجهة العملات الأخرى. ويظهر الجدول أن درجة التغير في معدل الصرف الفعلي كانت أقل ما تكون في فترة الحفاظ على علاقة الربط الى حقوق السحب الخاصة وأعلى ما تكون في فترة الربط الفعلي الى الدولار.

ولتبيان أثر الربط الى سلة من العملات جرى افتراض سلمي ربط الاولى تأخذ بأوزان الواردات والثانية أوزان التجارة (الصادرات زائداً الواردات) وجرى احتساب درجة التقلب في سعر صرف الريال في مواجهة العملات الست وحقوق السحب الخاصة وتظهر النتائج في الجدول (3) ويبدو فيه أن درجة تقلب سعر صرف الريال في مواجهة جميع

### جدول رقم (3)

التقلبات في أسعار الصرف بافتراض عدة خيارات للربط  
(الفترة 1981/2 - 1987/2)

سعر صرف الريال الى	فعلي	اوزان الواردات	اوزان التجارة
الدولار الاميركي	0,52	3,79	1,24
المارك الالماني	6,11	5,20	5,33
الين الياباني	6,18	4,98	5,50
الجنيه الاسترليني	6,04	5,84	5,86
الفرنك الفرنسي	6,21	5,20	5,41
الليرا الايطالي	5,70	4,19	4,56
حقوق السحب الخاصة	3,06	3,19	2,31

المصدر: حسابات المؤلف من الجدول (1) وبأخذ أوزان الواردات والتجارة من:

International Monetary Fund, Directions of Trade Yearbook, 1986

العملات، عدا الدولار، فيما اذا ربط الريال الى أي من السلتين تقل عن درجة التقلب التي حدثت فعلا خلال فترة الربط العملي الى الدولار في الفترة 1981/2 - 1987/2. ويلاحظ أن درجة التقلب في سعر صرف الريال / الدولار تقل في سلة أوزان التجارة نظرا لارتفاع وزن الدولار في تلك السلة. ويلاحظ أن الأوزان أخذت عن الفترة 1981 - 1986 وفيها شهدت أوزان التجارة تقلبا واضحا نتيجة انخفاض الصادرات النفطية لتلك الفترة وبالتالي انخفاض وزن الدولار.

أسعار الصرف ومعدلات التبادل : لان صادرات المملكة النفطية تقوم وتدفع بعملة دولية واحدة (الدولار) فان التغير في سعر صرف الريال لن يؤثر على معدل التبادل الدولي للمملكة (سعر وحدة الصادرات الى سعر وحدة الواردات) اذ أن ذلك المعدل يتأثر بأسعار النفط وأسعار الواردات وسعر صرف الدولار في مواجهة عملات الشركاء التجاريين الآخرين للمملكة. ان معدل التبادل الخارجي بالنسبة للمملكة يمكن قياسه كما يلي :

$$(1) \quad T = \frac{P_o}{\prod_{j=1}^n P_{mj} W_j}$$

حيث  $P_o$  سعر وحدة صادرات النفط مقومة بالدولار  $W_j$  حصة الدولة  $j$  من واردات المملكة، أما  $P_{mj}$  فترمز الى سعر وحدة الواردات من الدولة  $j$  مقومة بعملتها، وهذه تساوي :

$$(2) \quad P_{mj} = E_j P_j$$

حيث  $E_j$  سعر صرف عملة الدولة تجاه الدولار،  $P_j$  سعر الوحدة من الواردات من تلك الدولة. فاذا عوضنا ذلك في معادلة التبادل الخارجي وأخذنا معدل التغير نحصل على الصياغة التي توضح مصادر التغير في معدلات التبادل للمملكة وهي سعر النفط وسعر وحدة الواردات وسعر صرف الدولار<sup>(12)</sup> :

$$(3) \quad \dot{T} = \dot{P}_o - \sum_{j=1}^n W_j \dot{P}_j - \sum_{j=1}^n W_j \dot{E}_j$$

حيث ترمز النقطة فوق المتغير الى التغير المئوي.

أي أن معدل التغير المئوي في معدل التبادل في سنة معينة يساوي المتوسط السنوي لمعدل التغير في سعر صادرات النفط بالدولار ناقصا معدل التغير في سعر الوحدة من الواردات لنفس السنة وتلك تشمل معدل التغير في سعر الواردات من الشريك التجاري

مقوما بعملته ومعدل التغير السنوي في سعر صرف عملة الشريك التجاري مقارنة بالدولار.

وقد جرى تقدير التغير في معدلات تبادل المملكة ومصادره خلال الفترة 1973 - 1987 وذلك بأخذ حصص واردات المملكة من ست دول (الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا الغربية، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا) تزود المملكة بحوالي ثلثي وارداتها. واتخذت المتوسطات السنوية لأسعار وحدة الصادرات لتلك الدول لتقدير التغير في  $P_i$  والمتوسط السنوي لتغير عملاتها في مواجهة الدولار لتقدير التغير في  $E_i$ . واتخذ المتوسط السنوي للتغير في سعر البرميل من النفط العربي الخفيف لتقدير التغير في وحدة صادرات المملكة. وتظهر النتائج في الجدول (4).

#### جدول رقم (4)

التغير في معدلات تبادل المملكة ومصادرها (نسبة مئوية)

السنة	التغير في معدلات التبادل	التغير في سعر الصادرات النفطية	التغير في سعر وحدة الواردات	التغير في سعر صرف الدولار
1974/1973	244,60	252,84	11,61	3,37-
1975/1974	5,61-	0,76-	4,99	0,14-
1976/1975	12,46	6,14	0,19-	6,13-
1977/1976	0,73-	6,91	5,27	2,37
1978/1977	14,91-	3,31	9,46	8,76
1979/1978	24,88	37,45	10,37	2,20
1980/1979	52,30	64,18	11,45	0,43
1981/1980	14,07	13,10	8,7	9,67-
1982/1981	6,21	3,0	6,23	9,44-
1983/1982	14,33-	15,8 -	1,84	3,31-
1984/1983	0,97-	1,8 -	5,22	6,05-
1985/1984	2,69-	1,5 -	3,35	2,16-
1986/1985	67,03-	55,0 -	4,34-	16,37
1987/1986	1,69-	14,8	1,63-	18,12

المصدر: حسابات المؤلف



ويبدو من الجدول أن التأثير الرئيسي على معدلات تبادل المملكة مصدره التغير في أسعار النفط ، أما سعر صرف الدولار فقد مارس تأثيره على معدلات التبادل إيجابا وسلبا اعتمادا على سعر صرفه تجاه العملات الأخرى. ففي فترة ارتفاع قيمة الدولار تجاه العملات الأخرى من 1981-1985 طغى في تأثيره على معدلات التبادل على الانخفاض في أسعار النفط أو الزيادة في أسعار الواردات وكان معدل التبادل موجبا، أما بعد انخفاض أسعار النفط وانخفاض قيمة الدولار تجاه العملات الأخرى بعد عام 1985 فإن معدلات التبادل اتجهت للتدهور.

إن تركيز صادرات المملكة وتقويمها بالدولار يحد من أي تأثير لسعر صرف الريال أيا كان معيار ربطه على معدلات التبادل الخارجية للمملكة ولكن التغير في سعر صرف الريال يؤثر على بعض معدلات التبادل المحلية: أسعار السلع الدولية إلى السلع غير الدولية، الأسعار المحلية للواردات إلى أسعار بدائل الواردات، أسعار السلع المنتجة محليا إلى تكلفة إنتاج تلك السلع. وتؤثر تلك التغيرات في الأسعار النسبية في الأجل الطويل على الاستثمار وتوزيع الموارد بين القطاعات المختلفة وعلى مستوى النشاط الاقتصادي.

أسعار الصرف واختلال ميزان المدفوعات: من الناحية النظرية يؤدي الاختلال في ميزان المدفوعات إلى تغيرات في أسعار الصرف أو تغيرات في الطلب الكلي تعيد ميزان المدفوعات إلى وضع توازن. وتهتم النظرية الاقتصادية في ما يعرف بأسلوب المرونات وأسلوب الاستيعاب بكيفية وشروط تصحيح الاختلال. ولكن طبيعة المعاملات الخارجية للمملكة وحجم ومسببات الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات يحد من استخدام الوسيطين لتحقيق وضع توازن، أيا كان تعريفه.

الفائض الذي ظهر في الحساب الجاري للمملكة للفترة 1973-1982 كان نتيجة زيادة قيمة الصادرات النفطية (بسبب زيادات الأسعار أو الإنتاج) وهو بخلاف فائض الدول الأخرى الناتج عن تيارات تدفق الدخول القومية يمثل تحويل أصل ناضب (النفط) إلى أصول سائلة تستثمر في الداخل أو الخارج لتكوين أصول جديدة تعمل على تنويع مصادر الدخل. أي أن طبيعة الفائض وحجمه لا تتطلب اتخاذ سياسات صرف أو توسع في الطلب لتعديله. فإذا قامت السلطات برفع سعر صرف عملتها فإن هذا لن يؤثر على حجم الفائض نظرا لأن الصادرات تقوّم بالدولار وسوف يؤثر سلبا على قطاع بدائل الواردات واستراتيجية التنويع. كما أن قيام الحكومة بالتوسع بالانفاق فوق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد يوجد ضغوطا تضخمية على الاقتصاد (Amuzegar, 1983: 33). إن الفائض الذي تحقق خلال تلك الفترة كان يعني زيادة في الاحتياطي والموجودات الخارجية. أما العجز في الحساب الجاري الذي ابتدأ بالظهور بعد عام 1983 نتيجة انحسار الصادرات

النفطية فأن تخفيض سعر صرف العملة المحلية لن يؤثر على الصادرات ويمكن ان يؤثر على الواردات الى المدى الذي يشجع فيه قطاع بدائل الواردات أو الصادرات غير النفطية. ولكن يمكن أن تؤدي تلك السياسة الى زيادة تكاليف الواردات من السلع الرأسمالية اللازمة لتلك القطاعات. لذلك فان الوسيلة المتوفرة لتمويل العجز الخارجي تكون بالسحب من الاحتياطي أو الارصدة الخارجية وهذا ما يوضحه جدول رقم (5).

#### جدول رقم (5)

تقديرات ميزان المدفوعات للمملكة والاحتياطي الخارجي والموجودات الخارجية  
(ملايين الدولارات)

السنة	الميزان التجاري	الخدمات والتحويلات	الحساب الجاري	التغير في الاحتياطي <sup>(1)</sup>	التغير في الموجودات الخارجية <sup>(2)</sup>
1975	21 290	6 905-	14 385	9 040	16 768
1976	25 246	10 886-	14 360	3 707	12 411
1977	25 653	13 663-	11 990	3 003	7 807
1978	16 973	19 185-	2 212-	10 703-	755-
1979	34 569	23 402-	11 167	73	3 089
1980	75 155	32 401-	42 754	4 164	25 401
1981	81 942	40 813-	41 129	8 799	40 943
1982	39 432	31 857-	7 575	2 687-	10 281
1983	12 444	29 397-	16 953-	2 262-	11 179-
1984	8 868	27 263-	18 395-	2 539-	15 471-
1985	7 032	19 963-	12 931-	256-	23 086-
1986	3 404	15 339-	11 953-	6 680-	12 525-

المصادر احتسبت من :

International Monetary Fund, International Financial Statistics Yearbook, 1987: 591,592.

مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 1987 : 215

(1) التغير في الاحتياطي من الصرف الاجنبي والذهب والمركز لدى صندوق النقد الدولي.

(2) التغير في الموجودات الخارجية لمؤسسة النقد العربي السعودي كما تظهر في الاحصائيات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي مقومة بالمتوسط السنوي لسعر صرف الريال بالدولار.

فعالية سياسة سعر صرف الريال: بخلاف الدول الأخرى فإن لسعر الصرف في المملكة تأثيراً مباشراً على إيرادات الدولة وتأثيراً غير مباشر على نفقاتها. فالحكومة هي التي تستلم إيرادات النفط مقومة بالدولار وتقوم بتحويلها إلى العملة المحلية. لذلك فإن اختيار طريقة الربط وتغييرها من وقت لآخر مهم في تقدير إيرادات الميزانية. كما أن سعر الصرف يؤثر على جانب النفقات وذلك إلى المدى الذي تشكل فيه الواردات جزءاً من نفقات الدولة.

وبالرغم من ضعف تأثير سعر الصرف على معدلات التبادل الخارجية إلا أنه يؤثر على المعاملات المحلية من خلال تأثيره على الأسعار المحلية (سواء لبدايل الواردات أو للسلع غير الدولية أو لسلع التصدير غير البترولية) كما أن عدم وجود قيود على حركة رؤوس الأموال وفي ظل أسواق غير مستقرة للنفط وفي ظل علاقة ثابتة بين الدولار والريال فإن المضاربة على الريال تنشط مما يؤدي إلى خروج الأموال والتأثير على فرص الاستثمار المحلية. كما أن تطور القطاعات الانتاجية في الاقتصاد تتطلب استخدام سعر الصرف كأداة لتشجيع تلك القطاعات، لذلك أصبح من الأهمية اختيار نظام وسياسات الصرف المناسبة.

لقد أظهر التحليل السابق أنه على الرغم من أن الريال مرتبط رسمياً بحقوق السحب الخاصة إلا أن دور الدولار في المعاملات النفطية ودوره في حفيظة الاستثمار الخارجي للمملكة وفي تحويلات الشركات والأفراد داخل المملكة قد جعل الريال مرتبطاً فعلياً بالدولار. وأدى ذلك الربط إلى انخفاض سعر الصرف الفعلي للريال نتيجة انخفاض سعر صرف الدولار في مواجهة العملات الرئيسية الأخرى خلال العامين الماضيين. إن من شأن ذلك أن يؤثر على مستويات الأسعار المحلية سيما أن أسعار الواردات مكون مهم لمعادلة الأسعار المحلية سواء في جانب السلع الاستهلاكية أو السلع الرأسمالية للصناعات الوليدة. لقد كان الربط إلى الدولار مبرراً في فترة زيادة الإيرادات النفطية والاستثمارات المقومة بالدولار، ولكن وفي مرحلة انحسارهما يصبح الربط إلى الدولار مكلفاً للاقتصاد الوطني.

إن تحقيق أهداف الاقتصاد الوطني في التنوع واستقرار العائدات من النفط والحد من التأثيرات ذات المصدر الخارجي يتأتى بالربط إلى سلة من العملات، إذا استبعدنا السلة الموزونة بحصص الصادرات على اعتبار أنها ربط إلى الدولار فإن الريال يمكن أن يربط إلى سلة على أساس حصص الواردات أو حصص التجارة. أن اختيار السلة الموزونة بحصص الواردات يعمل على الحد من أثر التضخم المستورد الناتج عن تحركات أسعار الصرف ويعزل عرض النقد المحلي عن تأثير ميزان المدفوعات. ولأن وزن الدولار في هذه

السلة سيكون قليلاً نسبياً فإن التغير في سعر صرف الدولار سيؤثر على الإيرادات الحكومية والانفاق الحكومي وسيؤثر بالتالي على عرض النقد المحلي. أما السلة الموزونة بحصص التجارة فتعطي وزناً أكبر للدولار على اعتبار أن الصادرات مقومة بالدولار. إن ذلك الربط يخفف من حدة تقلبات سعر صرف الريال في مواجهة العملات الأخرى كما يظهر جدول 3 ويوجد درجة من المخاطرة غير موجودة في ظل الربط الكامل إلى الدولار مما يقلل من حركة خروج الأموال، كما يوفر درجة أكثر استقراراً في العائدات النفطية لانتوفر في ظل الربط إلى السلة الموزونة بالواردات أو حقوق السحب الخاصة.

وفي حالة الربط إلى سلة يمكن ترك هوامش لتغير عملة الدولة في مواجهة عملات رئيسية في السلة اعتماداً على السياسة المستهدفة وتكون الهوامش ضيقة للعملات ذات الأهمية الأكبر في معاملات الدولة. ويمكن أن تقوم السلطات بتغيير الأوزان المعطاة للعملات من وقت لآخر للحد من المضاربات الضارة التي يمكن أن تحدث نتيجة الربط إلى السلة.

### الهوامش

- (1) كان التعديل الأول لاتفاقية الصندوق المبرمة عام 1944 قد جرى عام 1967 بإدخال حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights (SDRs كرصيد للاحتياطي إضافة إلى الذهب والدولار والعملات الأخرى القابلة للتحويل.
- (2) في استعراض شامل للكتابات المتعلقة باختيار أنظمة أسعار الصرف للدول النامية أنظر: Wickham, P. (1985) «The Choice of Exchange Rate Regime in Developing Countries, A Survey of the Literature». IMF Staff Papers 32 (June): 248 - 288
- (3) في أبسط صورها تنص شروط مارشال ليرنر على أنه لكي يؤدي التغير في سعر الصرف في دولة ما إلى تحسين ميزانها التجاري فإن القيمة المطلقة لحاصل جمع مرونة الطلب على الواردات في داخل الدولة ومرونة الطلب على صادرات الدولة يساوي واحد صحيح. انظر: Keinin, M.E. (1986) International Economics (5th ed.). New York: Harcourt, Brace Janovich: 422
- (4) تقاس درجة تقلب أسعار الصرف على أساس الانحراف المعياري للتغيرات المثوية في أسعار الصرف الشهرية أو الفصلية.
- (5) في دراسة لـ A. Kafka أخذت التغيرات الشهرية في أسعار الصرف الفعلية في ظل سعر الصرف الثابتة 12/1970 - 1/1967 والثانية خلال التقلبات التي أعقبت إنهاء قابلية تحويل الدولار بالذهب 6/1977 - 1/1971 والثالثة فترة أسعار الصرف الموعومة 6/1977 - 1/1973، انظر: Kafka, A. (1978) «The New Exchange Rate Regime and the Developing Countries». Journal of Finance 33 (June): 795 - 802.

(6) قبل عام 1974 كانت قيمة حقوق السحب الخاصة مساوية لقيمة الدولار، وفي عام 1974 أصبحت حقوق السحب الخاصة سلة من العملات تتكون من 16 عملة يشكل الدولار الأمريكي فيها أكبر نسبة، 33 بالمئة، ولكن جرى تعديل السلة عام 1981 لتتكون من خمس عملات تتشكل كما يلي: 0,54 دولار، 0,46 مارك، 34 ين، 0,071 جنيه استرليني، 0,74 فرنك فرنسي، وقد استهدفت أن تعطي دعماً للدولار بنسبة 42 بالمئة والمارك 19 بالمئة والاسترليني والين والفرنك بنسبة 13 بالمئة لكل منها. وفي يناير 1986 جرى تعديل آخر أصبح وزن الين 15 بالمئة، الفرنك والاسترليني 12 بالمئة، وبقيت أوزان الدولار والمارك كما هي. (يجري إعادة النظر في أوزان حقوق السحب الخاصة كل خمس سنوات). أن النسب الفعلية تتبدل مع تبدل أسعار الصرف في سوق تبادل العملات. فعلى سبيل المثال كانت وحدة السحب الخاصة في شهر يناير 1987 تعادل 1,25112 دولار وفي شهر ديسمبر من العام نفسه 1,34934 دولار.

(7) احتسبت النسب من التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي، لعام 1987.

(8) بلغت قيمة الودائع المصرفية المضمونة التي تصدرها مؤسسة النقد للبنوك المحلية بنهاية عام 1986 حوالي 7 بلايين ريال تشكل 4,1 بالمئة من موجودات البنوك التجارية السعودية. انظر نشرة الخليج الاقتصادية والمالية، بنك الخليج الدولي، المنامة، فبراير 1987، وايضاً Middle East Economic Survey في 11 يناير، 1988

(9) حول التكامل النقدي لدول الخليج ودور أنظمة الصرف، انظر: ريتشارد اميل الحايك، الأنظمة النقدية الخليجية بين الاستقلالية والوحدة، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 51، السنة 13 (يوليو) 1987 : 141 - 188

(10) احتسبت من احصائيات اتجاهات التجارة لصندوق الدول الدولي : International Monetary Fund, Directions of Trade Statistics 1987 Yearbook.

(11) استخدمت هذه الطريقة في عدة دراسات مثل دراسة (1978) Kafka السابق الإشارة إليها، وفي تقارير صندوق النقد الدولي عن تغيرات أسعار الصرف. وقد استخدم (Brodsky & Sampson, 1984)، الخطأ المعياري للانحرافات من معادلة الانحدار الاسية كمقياس للتقلبات في أسعار الصرف. حول الطرق المختلفة لقياس التغيرات في أسعار الصرف انظر: Lanyi, A. & Suss, E.C. (1982) «Exchange Rate Variability: Alternative Measures and Interpretations». IMF Staff Papers 29 (December): 527-560.

(12) بتعويض المعادلة (2) في المعادلة (1) وأخذ لوغاريتم الطرفين نحصل على:

$$\ln T = \ln P_o - \sum_{j=1}^N W_j \ln P_j - \sum_{j=1}^N W_j E_j$$

وبأخذ تفاضل الطرفين مقارنة بالزمن (t) نحصل على:

$$\frac{d}{dt} \ln T = \frac{d}{dt} \ln P_o - \sum_{j=1}^N \left[ W_j \frac{d}{dt} \ln P_j - \sum_{j=1}^N W_j \frac{d}{dt} \ln E_j \right]$$

$$\dot{T} = \dot{P}_o - \sum_{j=1}^N W_j \dot{P}_j - \sum_{j=1}^N W_j \dot{E}_j \quad \text{وهي المعادلة (3)}$$

## المصادر العربية

- بنك الخليج الدولي  
1987 تطور اسواق رأس المال في منطقة الخليج ، نشرة الخليج الاقتصادية والمالية ، (فبراير)، البحرين .
- 1986 سوق الريال السعودي ، نشرة الخليج الاقتصادية والمالية (ابريل)، البحرين .
- ريتشارد اميل الحايك  
1987 «الانظمة النقدية الخليجية بين الاستقلالية والوحدة» مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ، 13 ، 51 (يوليو) : 141 - 188 .
- مؤسسة النقد العربي السعودي  
1987 التقرير السنوي ، ادارة الابحاث الاقتصادية والاحصاء ، الرياض .

## المصادر الاجنبية

- Amuzegar, J.  
1983 "Oil Exporters' Economic Development in an Independent World." Occasional Paper 18, International Monetary Fund: 1-99.
- Black, S.W.  
1976 "Exchange Policies for Less Developed Countries in a World of Floating Rates." Essays in International Finance No. 119, Dept. of Economics, Princeton University, Princeton: 1-48.
- Branson, W. & Katseli, L.  
1981 "Exchange Rate Policies for Developing Countries." pp. 391-422 in S. Grassman & E. Lundberg (Eds.), The World Economic Order: Past and Prospects. London: Macmillan.
- Brodsky, D.A. & Sampson, G.  
1984 "The Sources of Exchange Rate Instability in Developing Countries: Dollar, French Franc and SDR Pegging Countries." Weltwirtschaftliches Archiv., Review of World Economics, Band 120, Heft 1: 133-154.
- Crockett, A.B. & Nsouli, S.M.  
1980 "Exchange Rate Policies for Developing Countries." pp. 643-661 in W.L. Coates & D.R. Khatkhate (Eds.), Monetary Policy in Less Developed Countries. New York: Pergamon Press.
- International Monetary Fund  
1983 Annual Report

International Monetary Fund

1982-87 Directions of Trade Statistics Yearbook

1986 Exchange Arrangement and Restrictions Yearbook

1975-87 International Financial Statistics (Monthly)

1987 International Financial Statistics Yearbook

Kreuger, A.

1983 Exchange Rate Determination. Cambridge: Cambridge University Press.

Lipschitz, L. & Sundararajan, V.

1980 "The Optional Basket in a World of Generalized Floating." IMF Staff Papers 27 (March): 80-100.

MacKenzie, G. & Schadler, S.M.

1980 "Exchange Rate Policies and Diversification in Oil Exporting Countries." Unpublished paper for International Monetary Fund.

McKinnon, R.A.

1963 "Optimum Currency Areas." American Economic Review 63 (September): 717-725.

Middle East Petroleum and Economic Publications

1988 Middle East Economic Survey, Nicosia, Cyprus, January 11th.